食品饮料行业深度研究报告

产业思维、估值思维与底线思维
——食品饮料行业论坛精选

推荐（维持）

- **引言：**华创食饮团队于 9 月 8 日，携手白酒、啤酒、乳业、保健品等行业专家，举办行业论坛，结合产业发展趋势，共同探讨资本市场热点与投资机会，本文是论坛内容精选。产业端看，白酒价格带加速换挡，区域龙头出省开启新阶段，啤酒行业高端化提速，乳业新国标或开启行业新赛道，功能食品休闲化趋势渐显。立足当前，如何看待食品饮料各细分行业正加速发生的变化？资产层面，当下各细分板块龙头市值迭创新高，消费品龙头估值已近极致，如何理解消费龙头的高估值？又如何看待茅台、伊利等细分龙头所面临的市场议论点？

- **行业专家观点汇总：产业思维下的加速升级与变局**

啤酒趋势：啤酒行业高端化进程提速，预计未来 3-5 年行业高端产品比例提升至 15%-20%。而个性化需求下，消费趋势呈现消费场景化、分众化、碎片化、情感化等特征。**徽酒演变：**徽酒容量 300 亿、结构呈纺锤型，当前中高端、次高端量价齐升，省外扩张以华东为主。古井贡酒一超地位稳定，渠道及经销商库存处在低位，前三季度目标完成可期。**从华致酒行看酒水行业：**烈酒持续为王，酱香白酒大崛起，且酒业连锁化加速，名酒资源、品牌知名度、供应链仍是行业竞争关键。**乳业反馈：**国内、国际上游奶源的供给比较稳定，下半年不具备全行业奶价大幅上涨的基础。新国标开启行业新赛道，新增“高温杀菌乳”品类奠定全国化乳企切入低温根基，奶酪产品再分类打开广阔市场。**保健品变化：**当前保健品行业呈产业投资增加、市场加速升级等特征，未来行业朝快消化、专业化、智能化方向发展。

- **消费品投资探讨与新变化：估值思维与底线思维**

估值思维与底线思维：随着 18 年以来食品饮料板块由周期性成长变为稳定性成长，龙头成长确定性享估值溢价。板块投资的 PEG 思维要转变为估值的思维，投资 PEG 为 2 以上的龙头公司成长性和确定性。投资好公司的思维应转变为底线思维，即思考最低收益要求的资金如何在考核期内寻找投资标的。当下消费品的投资机会在于老品牌的势能释放、新品类的卖点突破（健康、方便、新鲜）、巨大存量的结构重塑（餐饮产业链）。

对当下五大争议点的解释：1）茅台：从流动性的底线思维看，批零售价或将维持 2500 元上下；**2）伊利：**当低温奶行业发展及盈利空间达到一定规模，伊利有充分实力迅速切入市场并占据有利地位；**3）双汇：**真正决定公司股价上涨的其实是它的主要利润引擎，即渠道网络及肉制品业务。**4）小家电：**短期受益于线上化带来高增长，但可持续性取决于其品类是否可复制、用户是否可持续；**5）中餐连锁：**火锅类可持续，而依靠大单品爆发的品类生命周期较短。

- **投资观点：疫情压抑品类需求望迎来加速回升，板块优选白酒、啤酒及乳业**

立足下半年展望来年，一方面，疫情加速了基本生活需求的升级，疫情阶段高增后，居家必选品类料将进入阶段平台期，另一方面，疫情压抑了线下社交需求和精神需求，预计将迎来爆发反弹，白酒、啤酒及乳业是优选子板块。细分板块投资建议上，1）白酒板块：紧握一线高端白酒**茅台/五粮液/老窖**，回调中布局二线龙头**古井/汾酒/今世缘**，关注大众白酒**顺鑫**。2）大众品板块：把握板块估值回落“错杀”机会，布局提价预期。一是预计啤酒板块步入盈利提速较快的三年，首推龙头**华润**和**青啤**，二是低估值加速改善，首推乳业龙头**伊利**，三是经营正循环仍在展开的传统龙头，迭代性和确定性兼具，肉类龙头**双汇**，坚果龙头**洽洽**，食醋龙头**恒顺**等。同时，关注通胀预期渐起、大众品提价的主题性机会（**啤酒、海天、中炬、恒顺、洽洽、榨菜、酵母等**）。

- **风险提示：**终端需求疲软、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予
邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：程航
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

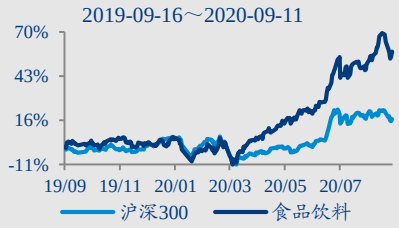
证券分析师：董广阳
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	101	2.53
总市值(亿元)	61,130.21	7.74
流通市值(亿元)	56,043.53	9.59

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	7.35	60.11	57.36
相对表现	7.53	41.32	40.87



相关研究报告

《食品饮料行业 7 月线上数据分析专题：行业增速略有下降，品牌份额加速集中》
2020-08-12
《食品饮料行业周报（20200810-20200816）：白酒重视挺价成效，啤酒确认盈利加速》
2020-08-17
《食品饮料行业 8 月线上数据分析专题：行业增速略有回落，头部品牌维持高增》
2020-09-06

未经许可，禁止转载

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

一、行业专家观点汇总：产业思维下的加速升级与变局 4
（一）啤酒行业资深专家：中国啤酒变局的前奏 4
（二）安徽白酒专家：徽酒市场格局演变 5
（三）华致酒行专家：从华致看行业，酒水行业新发现、新思考 6
（四）乳业专家：疫情后的乳业行业复苏与新赛道 7
（五）中国保健协会市场工作委员会秘书长：营养保健食品市场新势能 9
二、消费品投资探讨与新变化：估值思维与底线思维 10
（一）估值的理解和底线思维 10
（二）消费品当下机会 10
（三）对当下五大争议点的解释 12
三、投资建议：疫情压抑品类需求有望迎来加速回升，优选白酒、啤酒及乳业 12
（一）疫情后新的供需变化 12
（二）中报后再探食品饮料高估值与新动态 13
（三）投资策略：寻找疫情压制景气回升，优选白酒、啤酒及乳业 13
四、风险提示 13

图表目录

图表 1 2020 年 1-7 月产量同比变化趋势（%）.....4
图表 2 2020 年 1-7 月单位产品利润增长（%）.....4
图表 3 啤酒行业 CR5 及 HHI 变化.....4
图表 4 啤酒高端化发展四大趋势.....5
图表 5 中国奶价变化.....7
图表 6 进口奶牛数量（单位:头）.....7
图表 7 我国乳制品进口情况（吨）.....7
图表 8 2020 年 7 月我国乳制品加工企业利润大幅下跌（单位:家、亿元、%）.....8
图表 9 中国现价段低温鲜奶主要品类.....8
图表 10 中国孕龄妇女数量下跌.....9
图表 11 行业朝生活化、科学化发展.....9
图表 12 营养保健食品的商品属性：专业化的消费品.....10
图表 13 传统品类龙头品牌在管理改善后的持续势能释放.....11
图表 14 餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理.....11

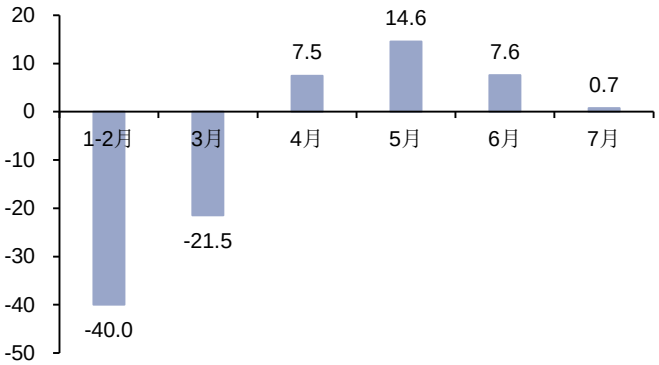
一、行业专家观点汇总：产业思维下的加速升级与变局

（一）啤酒行业资深专家：中国啤酒变局的前奏

1、行业近况梳理

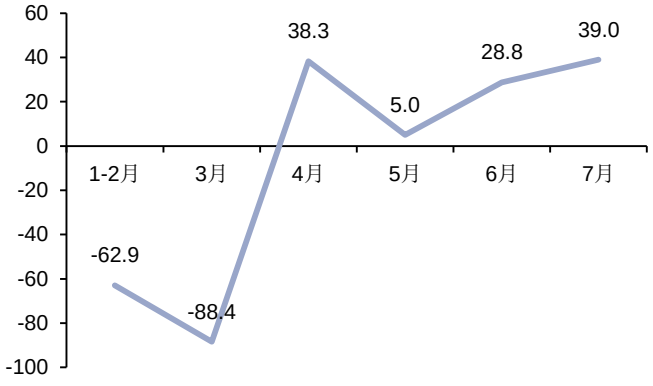
一季度下滑明显，二季度迎来快速恢复。年初 1-2 月啤酒行业受疫情影响较大，产量同比锐减 40%，4 月后行业产量同比增速回正，疫情稳定后持续正增长。利润角度来看，疫情期间行业利润大幅下滑，1-2 月单产品利润同比下滑 63%，3 月同比下滑 88%，4 月利润增速转正，7 月同比增长 39%。

图表 1　2020 年 1-7 月产量同比变化趋势（%）



资料来源：中国酒业协会，华创证券

图表 2　2020 年 1-7 月单位产品利润增长（%）



资料来源：中国酒业协会，华创证券

2、啤酒行业的“两点一线”

啤酒行业需关注“两点一线”。1）“两点”：一是 2013 年的产销高点，实现产销 5062 万千升。二是 2006 年啤酒占饮料酒比例达最高点 84.3%。2）“一线”：2016 年啤酒行业集中度和离散程度的分化。2016 年之前，CR5 和赫希曼指数（前 50 位企业市场份额）呈同步增长态势；而 2016 年后，CR5 在增长而赫希曼指数在下降，意味着行业出现了分化，且 2017-2019 年趋势加剧，主要系消费升级带来的个性化需求增加带来部分个性化酒厂增多导致。

图表 3　啤酒行业 CR5 及 HHI 变化

2011-2019年啤酒行业五大集团（CR5）市场占有率变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
华润雪花	23.0	23.9	25.2	26.4	27.3	28.7	28.2	29.1	31.2
青岛啤酒	16.2	17.8	16.8	17.0	16.4	17.9	18.0	19.7	20.9
燕京啤酒	12.3	12.2	12.3	11.8	11.2	11.0	9.9	10.1	10.2
百威英博	12.6	12.9	14.1	15.8	17.4	17.6	14.4	18.4	18.9
嘉士伯			5.7	5.5	5.9	5.3	5.1	5.9	6.6
合计	64.1	66.8	74.1	76.5	78.3	**80.4**	**75.5**	**83.2**	**87.7**

2011-2019啤酒行业赫尔芬达尔—赫希曼指数（HHI）变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HHI	1153	1248	1327	1437	1486	**1484**	**1472**	**1458**	**1451**
市场结构	低寡占Ⅱ型	低寡占Ⅱ型	低寡占Ⅱ型	低寡占Ⅰ型	低寡占Ⅰ型	低寡占Ⅰ型	低寡占Ⅰ型	低寡占Ⅰ型	低寡占Ⅰ型

资料来源：中国酒业协会，华创证券

3、产业结构之变

消费升级推动产业结构转型，啤酒主流市场和非主流市场向反向分化。2016 年作为行业临界线的契机和节点是因为该年的消费升级，而消费升级是经济结构+人口结构互相共振所产生的效益。消费结构变化触动了市场结构，而后传导到产品结构，最后引起了产业结构的变化。与此同时，啤酒主流市场和非主流市场呈现反方向分化趋势：传统主流啤酒发展经历四个发展阶段：1）供不应求，进入门槛低；2）供大于求，开启品牌竞争；3）市场规模达成，行业壁垒初显；4）行业规模、市场规模、企业规模具备，产品向创新分化。非主流啤酒发展四阶段轨迹相反：1）诞生细分的小规模市场；2）形成大规模市场；3）进入品牌阶段； 4）进入资本化阶段。

4、发展趋势之变

高端化进程加速，预计未来 3-5 年行业高端产品比例提升至 15%-20%。疫情带来产品健康化、消费社区化、渠道数字化、品牌放大化等趋势。其中产品健康化及品牌放大化将带来高端化良机，疫情带来罐装化率被动提高，个性化、独酌需求增加，供给端厂商加速升级平滑量减带来的收入影响，以上共同导致行业高端化进程加速，预计未来 3-5 年行业高端产品比例提升至 15%-20%。

而个性化需求下，消费趋势呈现消费场景化、分众化、碎片化、情感化等特征。1）不同诉求的场景在消费中分化，悦己式、个性化需求逐步增多。2）与年轻消费群体不同，老龄群体带来简约化、品牌化和品质化消费特点，女性消费、工坊啤酒、进口啤酒需求增加。3）渠道及传播碎片化，产品迭代加速。4）个性化情感表达需求增加，产品颜值愈发重要。

图表 4 啤酒高端化发展四大趋势

资料来源：中国酒业协会，华创证券

（二）安徽白酒专家：徽酒市场格局演变

徽酒疫情后的四个阶段。疫情后，徽酒市场可以分为四个阶段：1）第一阶段（1 月 25 日之前）：徽酒厂家完成了春节的压货促销政策、经销商完成第一批渠道压货政策；2）第二阶段（1 月 25 日之后）：消费场景结束，白酒市场进入暂停阶段，该阶段为疫情影响最大的阶段且发生消费损失后期难以弥补；3）第三阶段（4 月 1 日之后）：安徽疫情得到控制，市场开始重启，该阶段为逐渐去库存阶段；4）第四阶段（6 月之后）：安徽白酒市场快速恢复，渠道价格达到理想状态，白酒有一定动销。

市场容量及特点：整体容量 300 亿，结构呈纺锤型。2019 安徽白酒市场容量 300 亿左右，高端占比 10%左右，次高端占比 7%左右，中高端占比 58%（以地产酒为主），中低端占比 25%左右。350 元-600 元为次高端酒，以古 16、

古 20、口子 20 年、迎驾贡 16 等为代表；800 元以上为高端酒，以茅台、五粮液、国窖 1573 为代表。

竞争格局变化：结构性增长明显，徽酒出省开启新阶段。徽酒受疫情影响约 30%，Q3 前以消化库存、定价格为主。疫情致市场总量下降，呈结构性增长，中高端、次高端量价齐升，中低端减少，价格带上升快且周期缩短，主流价格带迭代加速。目前省内市场格局稳定，全省化竞争减弱，古井贡酒一超地位稳定，徽酒出省开启新阶段。

升级及扩张：疫情推动徽酒价格带升级提速，省外扩张以华东为主。疫情推动安徽消费升级加速，市场扩容，徽酒已开始挺进 200 元价格带，正加速培育 300 元、500 元次高端价格带，预计 3 年时间，200 元将成为徽酒大众主流价格带，300 元成为徽酒团购主攻价格带，500 元价格带徽酒在省内开始领先。从经济、消费、容量、人员流动、辐射半径来看，5 年之内徽酒扩张以华东市场为主。

古井贡酒：渠道及经销商库存处在低位，前三季度目标完成可期。古井献礼与 5 年受疫情影响较大，古井 8 年受影响较小，从合肥快速辐射全省。外销产品以 6、7 月产品为主，经销商库存与渠道库存处于低位。省内：疫情后市场份额进一步扩大，四五月出台措施稳定价格，部分终端价甚至上升。省外：以河南、江苏、山东、浙江为主，资源投放、组织架构、市场策略均做出调整，以团购切入，“核心渠道+团购”双驱动，增长较快。Q2 放松经销商打款节奏，按实际动销打款，但要求经销商 Q3 完成前三季度任务。

口子窖：受疫情影响较大，处于市场调整期，短期调整较难。因口子窖 5 年和 6 年占比大，受疫情影响较大，经消化目前渠道与经销商库存也处于较低位置。省内：未抓住消费升级换挡期，产品结构未往上走；省外：市场处于培育期，省外品牌力较弱，整体增长难度较大。一般经销商端午节、中秋节、春节打款，中秋节完成全年任务的一半，春节完成全年任务，但今年打款节奏出现变化，很难执行。目前处于市场调整期，虽加大品牌费用投入，但周期较长；受竞品挤压，短期内很难调整。

迎驾贡酒：受疫情影响大，调整期缓慢增长。因中低档产品占比大，受疫情影响大。分地区来看，省内 2017 年开始聚焦洞藏产品，发力省内市场；省外以江苏、上海为主，还有部分江西。目前属于调整期，收入规模变化不大但缓步增长；中低档下滑，200 元以上产品还处于培育期，慢慢会改善。

金种子：受疫情影响大，新团队领导向上发展。因中低端产品占比大而受疫情影响较大。目前一直处在调整状态，2019 年新领导团队确定转型改革基调，调整决心较大且方向正确，开始向上发展的趋势。

（三）华致酒行专家：从华致看行业，酒水行业新发现、新思考

烈酒板块对比：好酒都有共同的特点，即“陈酿”与“醇香”。勃艮第产区的葡萄酒、日本大吟酿、精酿啤酒以醇厚浓郁的口感取胜市场，其中精酿啤酒在美国份额越来越大，约占 13%的产量、22%的销售额。而伏特加因口感不够醇厚，或逐渐没落。

烈酒持续为王，酱香白酒大崛起。未来酒类行业，百亿、千亿、万亿市值的公司多数是烈酒公司，如上市酒企贵州茅台、五粮液等和非上市酒企剑南春、郎酒等。烈酒因其强烈的社交属性，在国内占据主要餐饮市场，在国外成为人们在酒吧解压放松交流的工具。近年来酱香白酒大崛起，高端、次高端、中低端多元立体发展，酱香白酒新时代到来，钓鱼台、红花郎、习酒窖藏、茅台王子酒等等的大厂单品都表现越来越好，洋河、劲酒等也都把目光投向了赤水河，把一部分未来寄托给了酱香。

酒业连锁化加速，名酒资源、品牌知名度、供应链仍是行业竞争关键。我国酒类市场广阔，但连锁化程度较低，发展空间大。鉴于酒水销售中线上销售占比仅为 5%，业务互联网化无法达预期效果。而新零售模式通过平台、品牌、数据和技术优势，盘活巨大的存量市场，提供多销售渠道，在资本加持下连锁化加速，核心竞争力为名酒资源、品牌知名度、供应链仍是行业竞争关键。

白酒四大阵营与竞争形势。1）一二线名酒：文化、产品、渠道建设竞争力强，一线竞争格局尘埃落定。**2）地方名酒：**关键在于寻求差异化发展，形成独特的风格、场景及更好的用户体验感，以更高的品质、更独特的产品和更小

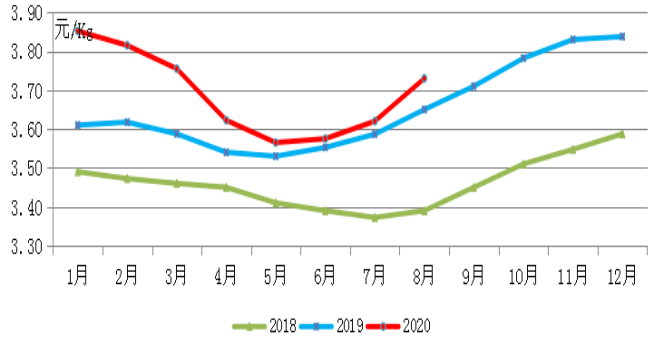
的区域制胜。**3）老酒市场：**饮用价值与收藏价值相得益彰，老酒市场或迎来大发展期。随着白酒储存时间越长，味道愈加醇厚，再加上白酒的收藏等金融属性被开发，老酒市场大有可为。**4）入门级白酒：**主打低收入人群和新生代人群，技术壁垒较低，便利、便宜和好玩成为脱颖而出的关键。

（四）乳业专家：疫情后的乳业行业复苏与新赛道

1、疫情后的行业复苏

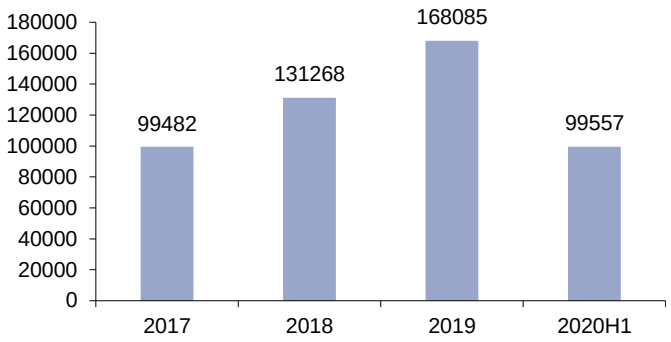
疫情促进行业发展，存栏 2019 年 9 月触底回升。疫情增强乳制品消费意识，但受整体经济下行影响，销售额下降。之前很多企业将乳业作为奢侈品来发展，疫情有利于行业发展纠偏，向大众消费发展，进而提升国民整体健康水平。存栏方面，上半年新建牧场规划较多，下半年延续扩张过程，新建场存栏约 160 万。受进口奶源国限制及新西兰对外奶牛出口暂停影响，价格、数量上涨，但质量有所下降。

图表 5　中国奶价变化



资料来源：中国奶业协会，华创证券

图表 6　进口奶牛数量（单位:头）



资料来源：中国奶业协会，华创证券

单产仍有较大提升空间，进口奶量略有下降。目前全行业单产 7.8 万吨，距离理想状态 10 万吨有较大提升空间，未来增长态势较为乐观。同时上半年新建/改建厂投产，1-7 月份生鲜乳产量 1300 万吨，同增约 9%，7 月份单月增长约 13%，供应较为充分。进口方面，受供应链及国产品牌势能增强影响，生鲜乳整体保持平衡，略有下降，但进口婴幼儿配方奶粉跌幅较大。

综合来看，国内、国际上游奶源的供给比较稳定，下半年不具备全行业奶价大幅上涨的基础。

图表 7　我国乳制品进口情况（吨）

	7 月份			月份累计		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比
液奶	82189	91343	11.1%	499830	514780	3.0%
脱脂奶粉	33754	34602	2.5%	213393	192099	-10.0%
全脂奶粉	42264	38219	-9.6%	451159	454436	0.7%
浓缩奶	2981	2518	-15.5%	19092	11797	-38.2%
酸奶	3375	3105	-8.0%	20719	19276	-7. 0%
乳清	39060	63944	63.7%	247509	339192	37. 0%
黄油	5856	11157	90.5%	52596	76674	45.8%
奶酪	8085	16116	99.3%	67171	78324	16.6%
婴幼儿配方乳粉	32244	29585	-8.2%	197945	193731	-2.1%

	7月份			月份累计		
折算生鲜乳(万吨)	116.1	119.4	2.9%	967.6	955.4	-1.3%

资料来源：海关总署，中国奶业协会，华创证券

乳品加工行业整体略紧张，产量恢复势头良好，但利润大幅下滑，头部企业韧劲凸显。1）行业利润大幅下跌，亏损增加。截至7月，行业亏损企业数量达144家，同比上涨5.88%，亏损企业亏损额达18.38亿，同比增加31.05%。2）受疫情影响，一季度产量有所下滑，但二季度恢复情况良好。截至7月，乳制品行业整体加工产量略跌0.9%。下半年受复产复工及政策扶持等因素的影响，有望追至全年正增长。同时，伊利、蒙牛进入世界乳业十强，树立良好标杆，光明销售额超过300亿还需要一段时间。

图表 8　2020年7月我国乳制品加工企业利润大幅下跌（单位:家、亿元、%）

	企业总数	利润总额	去年利润总额	同比	亏损企业数	去年亏损企业数	同比	亏损总额	去年亏损总额	同比
乳制品制造	561	157.69	209.53	-24.74	144	136	5.88	18.38	14.02	31.05
液体乳制造	357	87.27	161.70	-46.03	86	70	22.86	14.97	7.19	108.15
乳粉制造	145	61.66	41.99	46.85	48	48	0.00	3.16	5.64	-43.93
其他乳制品制造	59	8.76	5.85	49.84	10	18	-44.44	0.25	1.19	-79.38

资料来源：中国奶业协会，华创证券

2、新国标开启行业新赛道

1）高温杀菌乳：新增“高温杀菌乳”品类，奠定全国化乳企切入低温根基。2019年起草的新国标新增“高温杀菌乳”品类（ELS工艺），为杀菌技术变化而保质期相对延长的低温鲜奶（保质期由原来巴氏奶的4~7天延长至15~21天），在美国、日本等乳业市场已存在多年，当前国内仍处于草案阶段，可采用备案许可的企业标准，若未来新标准正式发布，对于全国化乳业切入低温，周转效率要求相应降低，奠定了伊利、蒙牛等全国化切入低温奶的根基。

图表 9　中国现价段低温鲜奶主要品类

	蒙牛			伊利				君乐宝	光明
	现代牧场鲜牛奶	每日鲜奶	巴氏杀菌鲜奶	百格特宅配	金典鲜牛奶	牧场清晨	鲜牛奶	悦鲜活	新鲜牧场
保质期（天）	10	15	21	3	7	7	15	19	19
产品形象									

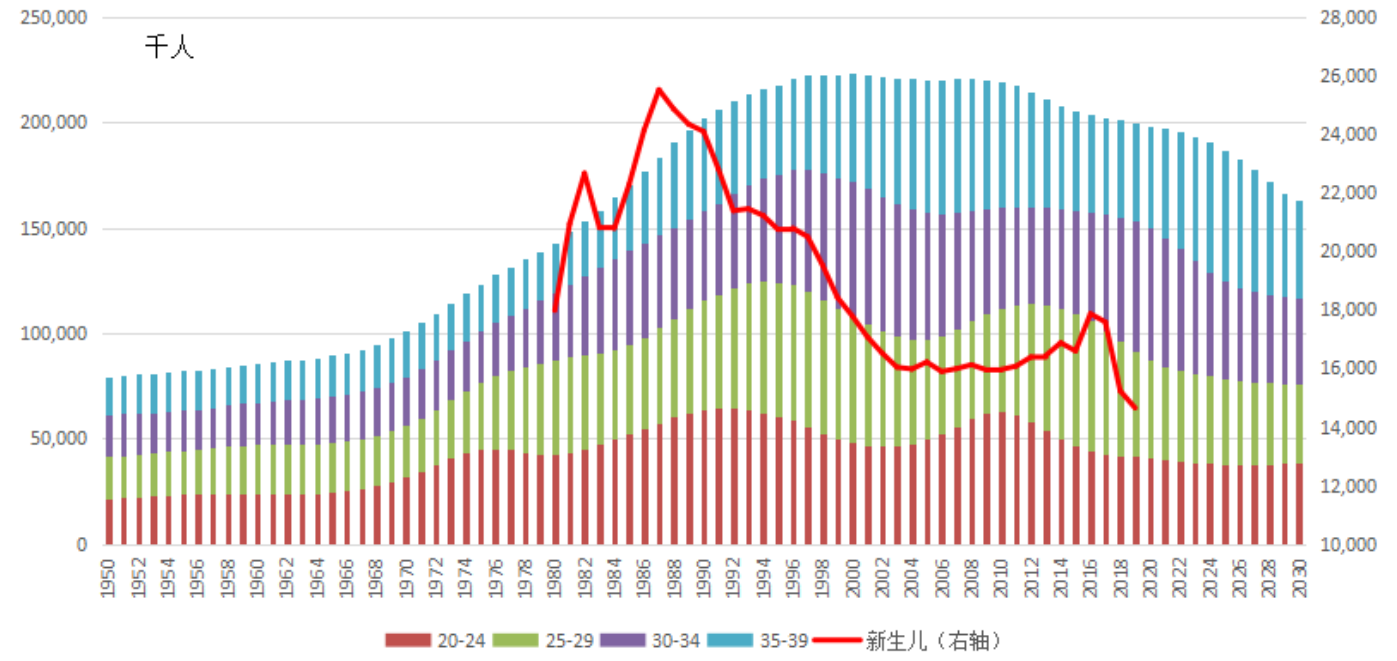
资料来源：公司官网，中国奶业协会，华创证券

2)奶酪：奶酪产品再分类，限制放宽打开广阔市场。根据新国标征求意见稿，奶酪制品分为再制干酪（干酪含量>50%）和干酪制品（干酪比例为15%~50%），并将放宽或取消对干酪制品脂肪、霉菌等方面的限制，从而降低对企业工艺要求，打开广阔市场空间。

3）浓缩乳制品：新增食品工业用浓缩乳（复原乳），或对上游形成较大冲击。蒙牛和澳大利亚Burra公司合作，成本很低。国内发展的关键问题是配料表写生鲜乳还是复原，若写生鲜乳，则会在奶价较高的沿海地区形成极强替代性，进而对上游形成冲击。

4）婴幼儿配方乳粉：管理趋严+接轨国际助推集中度提升、国产品牌崛起。新国标指标趋严并与国际标准衔接，对企业研发品控、国际供应链管理等提出较高要求。预计厂商将借新国标出台而做配方升级，而新配方注册难度加大，行业集中度或有所提升。政策利好叠加疫情影响，国产品牌崛起趋势明显。新生儿、25-35 岁孕龄妇女数量的下跌，导致行业存量竞争越来越激烈。

图表 10　中国孕龄妇女数量下跌



资料来源：中国奶业协会，华创证券

（五）中国保健协会市场工作委员会秘书长：营养保健食品市场新势能

当前，保健品行业呈现健康消费意识增强、产业投资增加、市场加速升级等特征。首先，疫情到来提高对自身营养与健康的重视度，引发健康消费意识增强。其次，去年行业整顿致整体增速放缓，今年疫情稳定后恢复性增长，行业吸引更多资金关注。再次，监管趋严叠加消费者被动教育增强下，“神药”跌下神坛，消费观更加生活化、科学化。

图表 11　行业朝生活化、科学化发展

资料来源：庶正康讯，华创证券

未来行业朝快消化、专业化、智能化方向发展。1）对于消费者教育较成熟的品类，食品、平台渠道公司及其他快消品公司或加大布局力度。2）对于消费者教育程度不高或专业性较强的品类，仍需要药企、药店等专业品牌介入。3）新兴科技崛起可以提供以数据为依托的健康解决方案。

图表 12　营养保健食品的商品属性：专业化的消费品

资料来源：庶正康讯，华创证券

二、消费品投资探讨与新变化：估值思维与底线思维

（一）估值的理解和底线思维

板块投资的 PEG 思维应转变成估值的思维。对于消费品行业，当下大家最关注的就是估值的问题。2017-2018 年，我们发现龙头公司的份额在持续加速扩张，意味着其在未来 5-10 年内成长确定性非常强、能干扰它们增长的因素越来越少，而稳增长使它们享有估值溢价。因此，我们提出用另一种思维看食品饮料：板块特征由周期性成长转向稳定性成长，相应地板块投资的 PEG 思维应转变成估值的思维、竞争格局的思维。在这种思维的指导下，我们应该去投资 PEG 为 2 以上的公司，即当行业增长速度只有 0%-5%的时候，这些公司的预期增长速度为 15%-20%，对应估值 30 倍 PE；而当这些公司增速提升至 20%的时候，估值至少在 40 倍 PE 以上。而随着消费品龙头市值迭创新高，这种逻辑下的估值已经到了比较极致的状态。

投资好公司的思维应转变为底线思维。以餐饮中的海天为例，18 年的时候我们给它当年合理估值 50 倍 PE，是很多投资人允许的估值。而今年我们该用一个什么样的思维去理解海天？在股价 100 元的时候，还是会有人不断去买它，有一个重要的因素是海外资金的成本更加便宜，对收益要求降低至 3%-4%。那么海天估值的问题则转化为“假设考核期为 3 年，对资金收益率要求只有 3%-4%，我会思考愿不愿意买海天？”——考核期三年，估值 40 倍对应的价格在 160 元左右，但前期确实涨得太高（三年后到了 60 倍的估值），这些天则有所回调。本质上，投资这些好的公司是经营上的底线思维，需要去思考最低收益要求的资金如何在考核期内寻找投资标的，即估值的理解和底线思维。

（二）消费品当下机会

1、老品牌的势能释放

传统品类龙头品牌在管理改善后持续释放势能。白酒的茅台、五粮液、汾酒等都处于品牌势能释放期，有望进一步抢占更大市场份额。青岛啤酒进入品牌势能释放期，红酒和黄酒则尚处于调整期。调味品中企业恒顺今年开始释放，

饮料品牌则多数处于调整期。食品领域伊利、双汇、洽洽全面释放，黑芝麻则处于调整期。

图表 13 传统品类龙头品牌在管理改善后的持续势能释放

品类	上市公司 30 年以上品牌	说明
白酒	茅台、五粮液、老窖、汾酒、洋河、古井	势能持续释放中，有望进一步抢占更大份额，汾酒古井继续释放期
啤酒	青岛啤酒	进入释放期
红酒	张裕	仍处调整期
黄酒	古越龙山、会稽山、金枫酒业	仍处调整期
调味品	海天、厨邦、榨菜、恒顺	势能持续释放中，有望进一步抢占更大份额，恒顺进入释放期
饮料	康师傅、汇源、承德露露、维维豆奶	多数仍处调整期
食品	伊利、双汇、洽洽、黑芝麻	伊利双汇洽洽全面释放，黑芝麻仍处调整期

资料来源：天猫旗舰店、相关公司官网、华创证券整理

2、新品类的卖点突破

新品类呈现更好吃、更好喝、更好玩、更方便、更健康、更新鲜的趋势。从火腿肠到周黑鸭、绝味；从低端啤酒到特色和精酿，逐步向中高端升级；从玩具到泡泡玛特，玩具因带上艺术和文化属性而更具吸引力。同时，在更方便、更健康、更新鲜的消费趋势下，诸多新品类涌现：自嗨锅、拉面说、元气森林、新鲜的鲜奶和酸奶品类等。

3、巨大存量的结构重塑

下游餐饮连锁化、品牌化，上游复合调味品、食材半成品和米面制品。1）上游：火锅、早点产业化趋势明显，在消费升级驱动下，高单价品类率先实现品牌化后，品牌连锁正加速替代夫妻店。**2）复合调味品：**采购、研发、生产、配送、分销等各个环节均有关键竞争点，各环节分别影响企业的收入、成本及盈利能力，产业链细分衍生出来。**3）食材半成品和米面制品：**标准化、品质稳定性供应，预制品企业机会来临。

图表 14 餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理

资料来源：华创证券整理

（三）对当下五大争议点的解释

1、茅台批零售价将向何处去？

从茅台流动性的底线思维看，批零售价或将维持 2500 元上下。茅台现在零售价超过 3000 元得益于其金融属性的爆发和渠道的大幅变革，真正原因是供给流通不畅推高价格体系，因其经历 13~14 年白酒退潮后零售价跌破出厂价，公司担心明年同时出货将面临价格回落，因此我们认为，在库存流通通畅之前，零售指导价不会涨价超过 1700~1800 元，出厂价亦不可能上涨。中秋、国庆之前为历史价格高点，年底新的基酒包装出货，价格随放量或略有降低。公司和经销商或采取“进新酒卖老酒”的策略处理积压库存，因其进货价差很大，资金成本可以承担，若可顺利处理，批零售价可维持 2500 元以上，否则将在 2500 元上下波动。

2、伊利能否对抗低温奶的冲击？

当低温奶行业发展及盈利空间达到一定规模，伊利有充分实力迅速切入该市场并占据有利地位。2015 年伊利曾因面对进口奶、常温酸奶和低温鲜奶的冲击而备受关注。当前，随着电商导流补贴及国内外差价拉大的暂时性影响消退，进口奶冲击已经结束；而常温酸奶、奶酪、区域性酸奶、新鲜奶等产品公司有充分的实力做，只是行业发展程度与盈利空间是否值得伊利花费时间精力进入的问题。目前很多企业在培育新鲜奶市场，随着城市化、消费升级的进一步发展，鲜奶的成本控制达到一定程度使得企业盈利空间提升，作为行业龙头的伊利可能会非常迅猛的进入这个行业，然后占据有利地位。

3、何为双汇股价涨跌的核心逻辑？

真正决定一家公司股价上涨的其实是它的主要利润引擎。正如投资者于 13 年认识到中炬高新为调味品公司，及于 18 年顺鑫农业为白酒公司，双汇的利润引擎在于渠道网络及肉制品业务，而非猪肉价格。猪价涨跌只是短期情绪因素，去年公司连续找到提价福利窗口期，我们认为只要肉制品的价值在增长，企业价值仍会增长，今年明年会有红利效应。此外，餐饮行业可以看得远一些，是 10 年维度的高成长期，速冻食品和复合调味料均望有很好的成长。

4、小家电是否能够持续增长？

小家电短期受益于线上化带来高增长，但可持续性取决于其品类是否可复制、用户是否可持续。只有考虑企业和产品的核心竞争力，确定用户的可持续、品类的可复制性，才能确定哪些品类具备可持续增长属性。

5、中餐连锁的生命周期有多长？

火锅类可持续，而靠大单品的品类生命周期较短。火锅类收益率非常高，且消费者对其商业形态是需求具备持续性。但以某个产品品类为核心卖点的企业，在扩张结束之后可能就要改变。

三、投资建议：疫情压抑品类需求有望迎来加速回升，优选白酒、啤酒及乳业

（一）疫情后新的供需变化

疫情加速了基本生活需求的升级，未来料将进入阶段平台期。疫情带来短期行业机会，在需求端体现在健康意识、方便需求、品牌意识加速，保健食品、乳制品、方便食品等需求大增，份额朝品牌龙头集中；在供给端体现在产品品质加速升级及标准化加快、社区生鲜渠道成长、小众化专业化趋势明显。但此次疫情加速了基本生活需求升级及高增长，但当生活基本需求升级之后，预计未来一年将进入平台期。

疫情压抑了线下社交需求和精神需求，预计将迎来爆发反弹。人类对美好生活的追求是恒在的。在需求端，外出就餐、外出旅游、文化娱乐在疫情尾声加速；在供给端，品牌逆势扩张经销网络、龙头加速连锁逆势开店、内容制造者升级体验。我们认为，在疫情期间压抑的部分需求或迎来爆发反弹，关注该需求爆发下催生的投资机会。

（二）中报后再探食品饮料高估值与新动态

白酒板块：库存消化低位，酒企由守转攻。白酒中报释放风险，Q2 环比好转来自于余量释放及库存消化低位后恢复发货；五粮液等酒企稳价优化渠道，兼顾长期及短期目标。酒企策略 Q2 后由守转攻，泸州老窖从取消配额，到涨价促进打款，青花汾 6 月底宣布 7 月提价，中秋终端政策增加。近期估值高位回调，但当前库存已消化至低位，行业最大潜在风险释放，叠加企业现代化变革、高增长后设立理性目标谋求高质量发展、减少硬性压货以疏通渠道三大趋势。**下半年出拳进攻，Q3 加快收款、Q4 新一轮招商，轻装上阵“新五年”。**

大众品板块：高估值回落中的机会把握。中报全面超预期源于 Q2 需求恢复补库存拉动增速回升、原材料成本下降及产品结构升级提升毛利率、疫情之下销售费用投放季节错配三方面，以乳品/啤酒/调味品为代表的疫情受损细分行业需求快速恢复，以速冻食品为代表的居家消费高增，基于预期收益率变化/产业趋势企业变革/新消费需求变化推动板块高估值。但在后疫情时期市场渗透率/渠道资源/响应能力得以沉淀，啤酒持续推进高端化+效率优化、盈利具备持续超市场预期潜力，19 年起传统品类龙头全面运用强定价权有效驱动经营改善，叠加通胀涨价驱动投资布局。

（三）投资策略：寻找疫情压制景气回升，优选白酒、啤酒及乳业

白酒板块：紧握一线高端白酒，回调中布局二线龙头。1）紧握高端茅台/五粮液/老窖，年底经营规划，以及五粮液改革成效，仍具备超出市场预期潜力点，估值体系重构仍在继续；2）扩张型区域名酒有望收获优质经销商，来年有望迎来量价齐升，推荐古井/汾酒/今世缘；3）大众白酒顺鑫全国化持续推进，年内维度，牛栏山 20 年初受采购成本推动，已经提价，下半年应有显现。

大众品板块：把握板块估值回落“错杀”机会，布局提价预期。围绕三大主线投资，**1）预计啤酒板块步入盈利提速较快的三年**（ASP 提升、吨成本下降，毛销差快速拉大），中报全面验证，全面推荐板块，首推龙头青啤，重点关注华润；**2）低估值加速改善**，首推乳业龙头伊利；**3）经营正循环仍在展开的传统龙头，迭代性和确定性兼具**，肉类龙头双汇，坚果龙头洽洽，食醋龙头恒顺等。另外，**通胀预期渐起，把握大众品提价的主题性机会。**啤酒包材成本上涨，具备提价可能性，调味品大豆价格上涨，明年初可能会进行提价，海天、中炬、恒顺，洽洽原材料成本上涨，有望推动结构调整甚至直接提价，榨菜原料成本上涨，6 月缩包装提价对冲，酵母糖蜜成本上涨，今年安琪高增不再提价，预计明年提价概率增加。

四、风险提示

终端需求疲软、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017 年新财富第一、2018 年水晶球第一、2019 年新财富第三团队核心成员，2020 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：范子盼

中国人民大学硕士，2 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。